

国家社会科学基金项目

利率和汇率政策协调与 维护国家经济安全

穆怀朋 蔡浩仪 徐燕 汪小亚 著

Rate to Ensure the Safety of the Chinese Economy



经济科学出版社

中国金融安全与稳定研究

利率和汇率政策协调与 维护国家经济安全

傅利群 傅利华 傅利军 王中强 编



中国金融出版社

国家社会科学基金项目

利率和汇率政策协调与 维护国家经济安全

穆怀朋 蔡浩仪 等 著
徐 燕 汪小亚

经济科学出版社

ELD 14

责任编辑：金 梅

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：舒天安

利率和汇率政策协调与维护国家经济安全

穆怀朋 蔡浩仪 徐 燕 汪小亚等 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天宇星印刷厂印刷

永明装订厂装订

850×1168 32 开 4.75 印张 120000 字

2001 年 7 月第一版 2001 年 7 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7-5058-2527-5/F·1919 定价：12.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

利率和汇率政策协调与维护国家安全/穆怀朋等著.
- 北京: 经济科学出版社, 2001.7
ISBN 7-5058-2527-5

I. 利… II. 穆… III. ①利息率-金融政策-研究-中国 ②汇率-金融政策-研究-中国 IV. F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 032643 号

参加本书的写作人员：

穆怀朋 蔡浩仪 徐 燕 汪小亚
卜永祥 徐 忠 周 晴

前 言

(一)

1997年爆发的亚洲金融危机表明,金融危机的危害性极大,不仅会使一国经济动荡,而且有可能导致国家经济崩溃,从而威胁国家经济安全。因此,保持一国金融安全与稳定是维护国家经济安全的核心内容。亚洲金融危机的教训在于,在对外开放过程中,如果不能保持利率与汇率政策的协调,一国经济将容易受到外部的冲击,从而加大发生金融危机的可能性。因而,保持本外币政策的协调,特别是保持利率与汇率政策的协调,对于避免金融危机发生和维护国家经济安全至关重要。

在扩大对外开放的今天,保持利率政策与汇率政策的协调,对维护我国经济安全有着特别重要的意义。目前由于资本项目下人民币可兑换还没有实现,利率还没有市场化,汇率管理有待完善,利率与汇率之间的影响还不十分明显。但是,从一些现象中可以观察到,即使在目前的体制下,利率与汇率之间已存在较为密切的联系。随着加入世界贸易组织,我国最终将开放国际收支的资本项目,实现人民币的完全可兑换,人民币利率也会逐步市场化,汇率决定的市场体制将更加完善,人民币利率与汇率之间的联系将会更加密切。在这一过程中,如何处理好利率政策与汇率政策的

协调配合,把国际金融市场对我国经济可能造成的冲击降低到最低程度,是事关国家经济安全的重大问题。为此,我们认真组织编写了这本书。

(二)

本书涉及三个方面的内容。

第一,理论分析。在国际金融理论中,由于分析的角度不同,所阐述的利率与汇率关系也不相同,本书从利率变动对汇率的影响、汇率变动对利率的影响两个方面进行分析,并评介了蒙代尔—弗莱明模型。同时认为,利率对汇率的影响可以从四个角度分析。(1)从国际收支角度分析,利率主要通过短期资本流动和经常项目的变动影响汇率。(2)从利率平价的角度分析,在抵补利率平价假定下,本国利率高于外国利率会引起抵补套利行为影响汇率;在无抵补平价的假定下,会引起汇率升值预期影响汇率。(3)从购买力平价的角度分析,汇率的变动取决于本国通货膨胀率和外国通货膨胀率之差。(4)从货币理论的角度分析,汇率由两国间货币供给增长率的差别、收入增长率的差别和利率间的差别决定。汇率对利率的影响,可以从三个角度分析。(1)从影响物价的角度看,一国货币汇率贬值会引起国内物价水平上升,从而引起实际利率下降。(2)从影响短期资本流动看,一国汇率贬值往往会激发人们产生汇率进一步贬值的心理,引起资本外逃,国内资金减少会导致利率上升。(3)从影响外汇储备角度看,如果一国汇率贬值能改善该国的贸易条件,则会使储备增加,从而使国内资金供给增加,利率上升。如果以上分析的条件发生反方向变化,则会出现相反的结果。蒙代尔—弗莱明模型则全面分析了开放经济体系中,为实现外部平衡和内部平衡的货币政策、财政政策、利率与汇率政策配合。

第二,我国利率与汇率协调问题的分析。本书认为,尽管在理论上存在利率与汇率之间的均衡关系,但各国利率—汇率机制却无法以统一模式套用,因为各国的制度背景具有较大差异。在制度因素方面,影响利率和汇率变化的有五个因素,即货币市场、资本市场以及外汇市场的开放度,三种市场的市场化程度,货币当局的政策目标与利率和汇率安排,信息、预期与市场稳定性,以及政治经济学因素。对于内外资金市场都具备较高开放度的发达国家或国际金融中心,利率与汇率变动的相关性较高,对于结构性开放市场和低程度开放市场而言,利率与汇率机制相对不明确,不稳定,但都存在一个共同点,无论对利率还是汇率来说,国内经济是主要因素。市场化程度与开放度相似,但却是不同的概念。在完备市场情况下,利率与汇率都主要根据货币市场、资本市场和外汇市场的供求决定,市场间的关联决定了利率与汇率的交互影响。

对我国利率变动对汇率影响的实证分析表明,我国目前处于从计划经济向市场经济转轨时期,利率是管制的,汇率是缺乏弹性的,这些制度性因素限制了市场经济条件下利率与汇率之间的传导机制发挥作用。但是,利率与汇率传导机制中的经济关系并没有完全割断。如在我国目前对资本流动实行管制的情况下,利率的变动对资本流动的影响,没有直接表现为国际收支资本项目的变化,而是采取其他形式,如非法将资本项目混入经常项目结售汇来实现资本的流入或流出。经济计量学的分析表明,名义贷款利率不仅对进口没有影响,对出口也没有影响;而实际贷款利率对进口没有影响,但对出口的影响较大。国内外名义利差的变动是影响结汇率大小的重要因素之一,利差每提高1个百分点,则结汇率提高2.2个百分点,即利差越大,通过经常项目流入国内的短期资本越多。国内外名义利差对售汇率的影响较结汇率稍弱,国内外名义利差每提高1个百分点,则1个月后的售汇率降低约2.16个百分点,说明利差越大,滞留在国内的短期资本越多。可以说,在

我国现有体制下,无论名义利率还是实际利率的变动,都对汇率有潜在的正向影响。

关于我国资本账户开放与利率、汇率的政策协调问题,本书认为,资本账户开放后资本大量流入引起的潜在风险主要表现为会产生通货膨胀的压力、加剧贸易收支恶化,加重金融业不稳定性、容易引起国际游资的冲击。资本大量流出引起的风险主要表现为危害经济增长、加重对外债务负担、危及金融安全。在中国金融进一步开放之前,有必要进行一系列制度性建设。一是加快实现利率市场化,形成利率政策与汇率政策之间灵活的传导机制;二是大力发展短期货币市场,减缓外汇市场的需要波动;三是放宽汇率浮动幅度,完善人民币汇率形成机制。此外,在资本账户进一步开放过程中,要循序渐进,逐步放开。同时,要减少财政赤字,为财政政策操作提供余地。

第三,案例分析。对 80 年代拉美债务危机、90 年代欧洲货币危机、亚洲金融危机中一些国家和地区金融危机发生的过程和经验教训进行研究,也对泰国、印度尼西亚、韩国、中国香港、日本、英国等国家和地区的利率与汇率相互关系进行了实证分析,并在个案分析的基础上进行了综合分析。80 年代以来,至少有 14 个国家因爆发金融危机而使 GDP 损失达到 10% 以上。其中对一国经济产生全面影响并对国家经济安全产生直接威胁的最明显的案例是,90 年代以来发生的墨西哥危机、亚洲金融危机和俄罗斯金融危机。通过分析可以看出,历次金融危机产生的原因都是多方面的,既有外部诱因,也有与危机国家经济体制和政策相关的内部原因。主要包括以下几点:一是外债管理不善使外债总量过大和结构不合理,使国家在面对国际资本流动的变化时十分脆弱,如拉美债务危机、墨西哥危机、韩国和泰国危机。二是汇率制度和汇率政策方面存在问题。危机爆发前,这些国家几乎都采取固定汇率制,同时又没有根据通货膨胀和国内外利率的变化对汇率做出及

时的调整,使汇率偏离由经济基本面所决定的汇率水平。大部分发生危机的国家在危机爆发前都存在实际汇率升值的现象。如墨西哥、泰国和中国香港。三是金融自由化过程中存在问题。危机的产生有不少与金融自由化措施不当密切相关,这些不当的措施包括在金融体系不健全、金融机构风险控制能力差、金融监管能力薄弱的情况下,过早地开放本国的资本市场,以及金融自由化的顺序不当等,如泰国。四是宏观经济失衡所带来的问题。这些问题包括长期的巨额财政赤字,持续的经常项目赤字,以及片面追求高速增长而出现泡沫经济,如俄罗斯。五是不适当的利率与汇率政策。80年代发生债务危机的拉美国家、墨西哥以及亚洲金融危机中的韩国、泰国等,在危机发生之前,国内利率水平都曾在相当一段时间内大大高于国际市场利率,导致国际投机资本的流入,企业融资成本提高和国家债务负担加重。在汇率制度方面,各国实际上大都采取盯住美元的固定汇率制度,危机前都出现实际汇率的大幅度升值。不协调的利率与汇率政策会带来经济结构的扭曲和失衡,从而形成金融危机的隐患。许多国家在采取高利率政策的同时,又将汇率水平长期固定,从而造成大量投机资本流入,推动了资本的短期化和泡沫经济的产生,就是利率、汇率政策不协调而导致危机的很好例证。

(三)

亚洲金融危机后,学术界对于国家经济和金融安全问题,以及金融开放与利率和汇率制度的选择问题,已经进行了广泛研究,与以往的研究成果相比,我们的研究具有以下特色:

从研究对象来讲,一是以金融开放度和市场化程度较低的经济体为研究对象,相对国外有关利率与汇率关系的研究主要以较发达的市场经济为对象而言,更具一定的难度,并对我国利率与汇

率的相互影响进行了独特的研究并取得了有价值的结果。二是对涉及到利率与汇率关系的各种国际金融理论进行了综合分析,而国内的理论研究主要集中在某几种直接反映利率与汇率关系理论的评价上。

从成果内容来看,一是紧紧抓住利率和汇率之间的相互影响机制展开分析,论证了利率与汇率制度的选择和政策协调对于维护国家经济与金融安全的重要影响。研究分析了五种主要的汇率理论,各种理论对利率与汇率之间影响机制的解释各不相同,我们认为,利率与汇率相互影响的主要渠道是价格机制、资本流动机制和货币供给机制。对一国经济金融安全影响最大的是资本流动机制,在资本账户完全开放的情况下,利率和汇率政策的不协调,会导致大规模国际资本流动,从而对一国经济与金融的稳定造成不利影响。二是对利率与汇率之间的相互影响进行了实证分析。不仅分析了发达经济体如美国、日本、德国和香港地区之间利率差异对资本流动的影响,也分析了金融市场不完全开放情况下,中国国内利率与国际利率差异对资本流动的影响,并对这种影响进行计量经济学的验证,得出了有价值的结果。三是对出现过金融危机的国家进行案例分析,总结了这些国家的教训,尤其是在利率和汇率政策协调方面的教训。

从研究方法来看,运用理论分析与实证分析相结合、制度经济学分析与经济计量学分析相结合的方法。首先从理论上对利率与汇率关系进行全面阐述与分析,然后通过案例分析进行国际比较,探讨利率与汇率相互影响的一般性规律,在此基础上用经济计量分析说明我国目前的利率与汇率之间的关系。在对利率和汇率相互关系的研究方法上做出大胆的尝试。

一国金融安全与稳定是维护国家经济安全的核心内容。亚洲金融危机的教训表明,协调的利率和汇率政策是一国减少外部冲击、保持金融稳定的关键。本书对利率与汇率的协调及其对国家

经济安全的影响进行的系统分析,填补了国内在这方面的空白,具有较重要的学术价值。

当前,我国即将加入世界贸易组织,金融市场将进一步对外开放,在人民币实现完全可兑换及利率和汇率市场化的进程中,利率政策与汇率政策的协调配合,事关我国国家经济安全,深入研究利率与汇率关系及其政策协调十分必要。从这方面来讲,本书的研究具有很强的现实性和前瞻性。在理论分析与实证分析的基础上所提出的政策建议也具有一定的可操作性,为在改革开放新形势下制定协调的利率和汇率政策提供了参考。

作 者

2001年5月5日

目 录

前 言 / 1

第 1 章 利率和汇率政策协调的理论分析 / 1

第 1 节 利率变动对汇率的影响 / 1

第 2 节 汇率变动对利率的影响 / 4

第 3 节 蒙代尔—弗莱明模型的政策配合说 / 6

第 4 节 蒙代尔—弗莱明模型的改进 / 8

第 2 章 经济全球化背景下影响利率—汇率传导机制的因素分析 / 11

第 1 节 市场开放度与利率—汇率传导机制的影响关系 / 12

第 2 节 市场化程度与利率—汇率传导机制的影响关系 / 17

第 3 节 中央银行政策目标与利率—汇率传导机制的影响关系 / 18

第 4 节 信息、预期及市场稳定性与利率—汇率传导机制的关系 / 20

利率和汇率政策协调与维护国家经济安全

- 第5节 政治经济学因素与利率—汇率传导机制关系 / 22

第3章 利率—汇率传导机制的实证研究 / 23

- 第1节 我国利率变动对汇率影响的实证分析 / 23
- 第2节 泰国、印度尼西亚和韩国的利率—汇率传导实证研究 / 32
- 第3节 亚洲金融危机中香港利率—汇率传导实证研究 / 42
- 第4节 日元利率—汇率传导实证研究 / 48
- 第5节 英镑兑美元汇率变动的实证研究 / 49

第4章 80年代以来主要金融危机案例的分析 / 55

- 第1节 墨西哥金融危机 / 55
- 第2节 80年代的拉美债务危机 / 60
- 第3节 90年代欧洲货币危机的起因和教训 / 65
- 第4节 泰国金融危机 / 69
- 第5节 韩国金融危机 / 78
- 第6节 俄罗斯金融危机 / 85
- 第7节 香港与亚洲金融危机 / 89

第5章 防范金融危机与维护国家经济安全 / 101

- 第1节 金融危机对国家经济安全的危害 / 102
- 第2节 金融危机产生的原因 / 105
- 第3节 金融危机的产生与利率和汇率政策 / 113

**第 6 章 我国资本账户开放与利率和汇率
的政策协调 / 117**

第 1 节 我国开放资本账户后潜在风险分析 / 118

第 2 节 利率和汇率政策在防范金融风险中的
作用 / 123

第 3 节 中国增强利率和汇率政策作用的
对策建议 / 128

后 记 / 131

第 1 章

利率和汇率政策协调的理论分析

国际金融理论中，不少内容都涉及到利率与汇率的关系，由于分析的角度不同，因此所阐述的利率与汇率的关系也不相同。本书首先分析利率变动对汇率的影响，其次分析汇率变动对利率的影响，最后对最具影响的蒙代尔—弗莱明模型的政策配合进行分析。

第 1 节 利率变动对汇率的影响

这里将从国际收支、利率平价、购买力平价、汇率的货币分析等四个角度就利率变动对汇率的影响做分析。

一、从国际收支的角度分析

1. 通过短期资本流动影响汇率。

利率变动首先影响国际资本流动，然后影响汇率。如一国利率上升时，可能会吸引国际资本流入，增加对本币的需求和外汇的供给，使本币汇率上升，外汇汇率下降；相反，一国利率下降